

PRINCIPALES ASPECTOS DE LA POLITICA MONETARIA Y FINANCIERA EN EL PERIODO 1989-1990

MARÍA ISABEL MARTÍNEZ ABAL

El presente trabajo expone la evolución de algunas variables monetarias, en el período 1989 y 1990, además del efecto que tuvieron las políticas adoptadas en materia monetaria, dentro del marco del Plan Macroeconómico de Ajuste. El mismo no pretende ser un medio evaluador de la política monetaria, porque para ello se necesita un estudio longitudinal no menor de 5 años, además de instrumentos econométricos que puedan medir el impacto de las medidas sobre los agregados monetarios con mayor objetividad.

El estudio, en primer lugar, se refiere a la evolución de la liquidez monetaria, así como de los factores que influyeron en la recomposición de los agregados monetarios. Luego se trata la base monetaria y el multiplicador monetario, explicando los factores que incidieron sobre éstos. Otro renglón es el de las tasas de interés, en términos reales. También se presentan dos índices de intermediación financiera y los niveles de reservas de la banca comercial. Por último, se mencionan los principales instrumentos utilizados para la ejecución de la política monetaria.

La política monetaria, en los dos últimos años, persiguió como objetivos propiciar un crecimiento de los agregados monetarios que, al mismo tiempo, permitiese cubrir las necesidades de financiar las actividades productivas de la economía sin que ejerciera presiones sobre el tipo

de cambio y el nivel de precios. Asimismo, se tenía como objetivo prioritario la «sinceración» del mercado crediticio nacional, mediante una progresiva flexibilización de las tasas de interés, esto con el fin de eliminar los desequilibrios existentes; y las distorsiones que presentaban las tasas de interés en términos reales.

Los objetivos anteriores no son diferentes a los que perseguía la política monetaria antes de la aplicación del plan macroeconómico de ajuste. La diferencia estriba en que la política monetaria estuvo enmarcada dentro de medidas económicas en otras áreas que en conjunto debían conducir al país a un crecimiento estable.

La situación que presentaba el mercado financiero para principios de 1989, inducía a los ahorristas a canalizar sus recursos superavitarios hacia activos que los protegieran de la inflación y la devaluación, tales como: bienes durables, inmuebles, adquisición de divisas, etc.; en vez de orientarse hacia el ahorro o actividades más productivas.

1. La Liquidez Monetaria

El manejo de la liquidez monetaria pretendió adaptarse a las variables circunstancias internas y externas. Ello se lograría, modificando las medidas según los requerimientos de las dinámicas situaciones que se presentaron a lo largo de

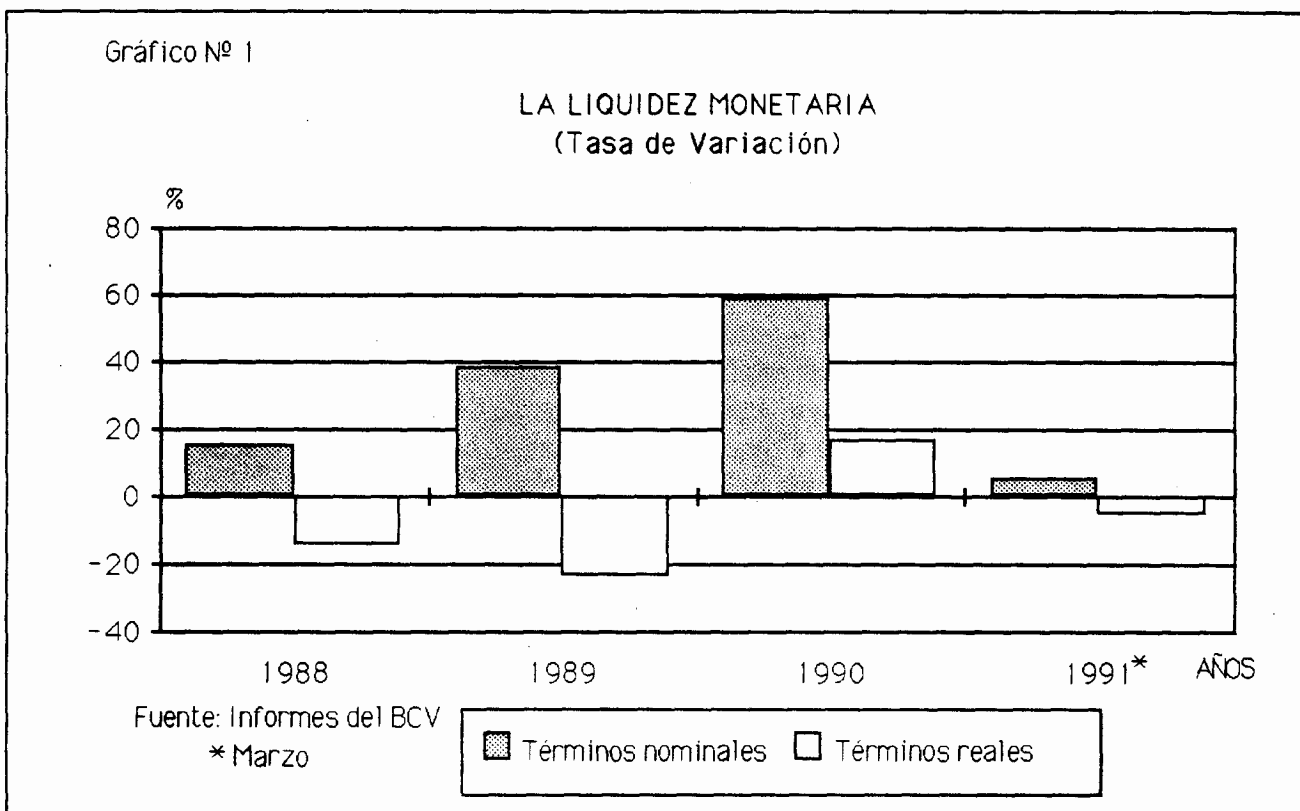
1989 y 1990. Además, se hicieron esfuerzos para que existiera correspondencia entre la política fiscal y monetaria, tratando de que entre ambas se lograra el objetivo principal del plan macroeconómico de ajuste: crecimiento sostenido sin inflación.

1.1. Evolución

En 1989 se puede observar que el nivel de la liquidez monetaria, en términos nominales, se incrementó en casi todos los meses; el aumento con respecto a 1988 fue de un 38.6% (ver gráfico Nº 1). Aunque en términos reales la liquidez descendió en 23.8%. El comportamiento de esta variable se explica, principalmente, en el primer semestre, por el hecho de que la política monetaria intentó compensar, en parte, el efecto contractivo que tuvo la devaluación del bolívar sobre la actividad económica y, además, amortiguar el desfase que existió en la ejecución de los programas de inversión del sector público. En cambio, en la segunda mitad del año, se dió una paulatina expansión del gasto público; con ello, se originó una acumulación de la liquidez monetaria, sin que se tradujera en una mayor demanda

crediticia. Por lo tanto, con el objeto de evitar que los montos de liquidez excedente en la banca se dirigieran hacia el mercado cambiario y a crear presiones sobre el nivel de precios, el BCV intensificó la política de redescuento, la colocación de bonos y se incrementaron las tasas de interés en las operaciones de mesa de dinero.

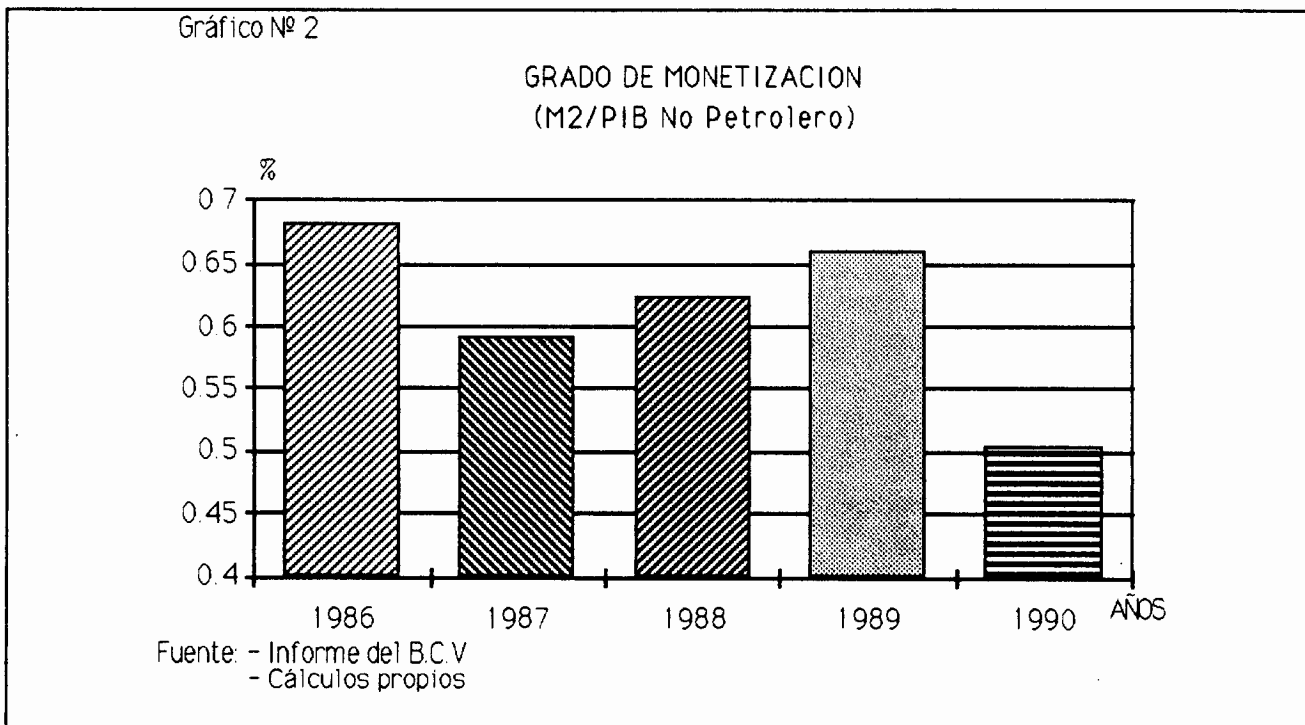
En cuanto al año 1990, la liquidez monetaria aumentó, en términos reales, en un 18.31%. Esto se debió a que a principios de 1990 el mercado cambiario mostró cierta estabilidad y las acciones del BCV se dirigieron a estimular el crédito al sector privado, lo que se logró por medio de la reducción de las tasas de interés nominales. Pero en el segundo trimestre aumentaron las presiones inflacionarias y también sobre el mercado cambiario. Esto determinaría que el BCV reorientara su política, con el fin de absorber recursos del mercado monetario. Este objetivo se logró por medio de las operaciones de mercado abierto, mediante la colocación de bonos «cero cupón», el cual se constituyó en el instrumento de política monetaria más importante durante el bienio en estudio.



Si se analiza el comportamiento de la liquidez con respecto al Producto Interno Bruto no Petrolero, se observa la disminución del grado de monetización de la economía en el año 1990. El gráfico N° 2 muestra como la economía ha experimentado una baja en sus medios de pago, producto de las políticas restrictivas ejecutadas por el BCV.

El cambio en la composición de los agregados monetarios en 1989, se debió principalmente, a los siguientes aspectos:

1. La innovación financiera convirtió en más líquidos a instrumentos dentro de la categoría de cuasi-dinero. Dentro de las innovaciones están: los cajeros automáticos, los pagos de intereses sobre saldos diarios, facilidad en la movilización de



1.2. Comportamiento de los Componentes

El año 1989 se caracterizó por un incremento de los agregados monetarios (M₂), a excepción de los bonos quirografarios (cuadro N° 1). El crecimiento en la liquidez monetaria es causado, en mayor medida, por los depósitos a plazo, instrumento financiero que aumentó en un 114.9%. El cuadro N° 2 muestra la preferencia del público hacia instrumentos más rentables y que en los últimos años se hicieron más líquidos, debido a las innovaciones ocurridas en el sector financiero. Por esta razón, M₁ crece en menor proporción que el cuasi-dinero y, dentro de éste último, tienen mayor fuerza los depósitos a plazo.

dinero de una cuenta a otra, creación de nuevas cuentas bancarias, etc.

2. El decrecimiento económico en términos reales. Este hecho conlleva a un desestímulo por la demanda de recursos para fines transaccionales. El PIB real bajó en 9.4%.
3. La relativa estabilidad del bolívar en el mercado cambiario desestimuló la tenencia de efectivo con fines especulativos. Estos recursos se orientaron hacia instrumentos financieros nacionales con menor riesgo y mayor rentabilidad.

Cuadro Nº 1

VARIACIONES PORCENTUALES DE LOS AGREGADOS MONETARIOS

Años	E	DV	M1	DA	DP	BQ	CUA	M2
1987	32.8	34.7	34.4	24.2	10.2	6.2	15.5	23.1
1988	25.8	22.0	22.8	9.6	9.2	3.7	9.0	15.0
1989	29.2	4.6	9.5	24.0	114.9	(70.2)	64.2	38.6
1990	40.4	39.3	39.5	99.5	58.5	(24.9)	70.9	59.3

E = Efectivo

DV = Depósitos a la vista

DA = Depósitos de ahorro

DP = Depósitos a plazo

BQ = Bonos quirografarios

CUA = Dep. de ahorro + Dep. a plazo + Bonos quirografarios.

Fuente: - Boletín Mensual del BCV

- Cálculos propios

Cuadro Nº 2

RELACIONES ENTRE LOS AGREGADOS MONETARIOS

Años	M1/M2	E/M1	DV/M1	CUA/M2	DA/CUA	DP/CUA
1987	43.8	19.4	80.6	56.2	43.0	50.5
1988	46.8	19.9	80.1	53.2	43.2	50.6
1989	36.9	23.4	76.6	63.1	32.6	66.2
1990	32.3	23.6	76.4	67.7	38.1	61.4

Fuente: - Boletín Mensual del BCV

- Cálculos propios

4. La «sinceración» de las tasas de interés pasivas, que implicaba un importante aumento en las mismas e imprimía un costo de oportunidad alto a la tenencia de circulante.
5. El aumento del nivel de precios llevó al público a mantener niveles de efectivo con fines transaccionales. Por este motivo en M_1 la mayor proporción estaba en efectivo.

En el año 1990 se dieron cambios en los componentes de la liquidez, observándose una recuperación en M_1 (efectivo y depósitos a la

1.3. La Base Monetaria y el Multiplicador Monetario (K_1)

En el cuadro N° 3 se observa la evolución de la base monetaria y el multiplicador monetario K_1 . Los incrementos en la liquidez monetaria son creados en mayor medida por una ampliación de la base monetaria más que por un incremento del multiplicador monetario. Esto se debe a que la política fiscal afecta a la liquidez monetaria, mayormente, a través de su participación en el proceso de creación de dinero base, y su incidencia sobre el nivel del multiplicador monetario es indirecta y poco significativa (1).

Cuadro N° 3

BASE MONETARIA Y MULTIPLICADOR MONETARIO (Montos en millones de Bs. y Variaciones)

	1986	1987	1988	1989	1990
Liquidez Monetaria (M2)	224.931	289.633	334.667	463.816	740.941
Base Monetaria	50.739	60.953	73.870	98.560	179.696
Var. Base Mon.	9.58	20.14	21.19	33.42	82.32
Multiplicador Mon. (K_1)	4.658	4.773	4.530	4.706	4.113
Var. Mult. Mon. (K_1)	6.52	2.47	-5.09	3.89	-12.6

Fuente: - BCV, Informe Económico
- Anuario de Estadísticas: Sector Financiero

vista); y dentro del cuasi-dinero crecen con más fuerza los depósitos de ahorro que los depósitos a plazo. Pero persiste una preferencia del público hacia el cuasi-dinero (depósitos de ahorro y depósitos a plazo), como se observa en el cuadro N° 2 en la relación M_1/M_2 y CUA/M_2 .

Para explicar lo anterior, es interesante estudiar las causas que motivaron el comportamiento de la liquidez monetaria, haciendo énfasis

(1) La gestión fiscal afecta la expansión secundaria de dinero, a través de su ingerencia sobre la determinación del nivel de reservas bancarias.

en sus componentes: la base monetaria (dinero primario o dinero de «alto poder») y del multiplicador monetario (expansión secundaria) (2).

El Programa Macroeconómico de Ajuste contempla la aplicación de políticas monetarias restrictivas. El mejor parámetro para establecer si este hecho fue convalidado en la realidad, es estudiando de cerca los componentes de la base monetaria y del multiplicador monetario.

A. La Base Monetaria

El cuadro N° 4 muestra los componentes de la base monetaria:

1. Pasivos Monetarios

a) Las Reservas Internacionales.

Las reservas internacionales valoradas en bolívares, tuvieron un incremento relevante de un 206.2% y un 57.1% para 1989 y 1990, respectivamente. Esto se debió, en parte al aumento de las reservas internacionales en dólares y a los ajustes efectuados en los activos en moneda extranjera y, en el FMI.

El mercado cambiario sigue actuando sobre las reservas internacionales como un instrumento destructor de recursos monetarios. Por otro lado, éste afecta el nivel de las reservas bancarias y, por ende, la capacidad de expansión secundaria mediante el otorgamiento de créditos bancarios.

b) Activos Internos

El renglón de Activos Internos (3), experimentó un aumento del 63.7% para 1989 y del 232.5% para 1990. Las Inversiones en Valores del Gobierno fue la partida que más aumentó a través del renglón de reducción de deuda externa y por el incremento en la compra de Valores del Gobierno.

Además, subió el monto de las adquisiciones de títulos de conversión de deuda en inversión, mediante la venta de documentos de la deuda pública (cotizados por debajo de su valor nominal) al BCV; éste, a su vez, entregaba su valor en bolívares al vendedor para que los utilizara en la ejecución de proyectos de inversión.

c) Los Redescuentos, Anticipos y Reportos

Estos instrumentos fueron poco usados por el BCV en los años 1989 y 1990, debido a que la utilización de estos mecanismos fue consistente con la política monetaria restrictiva del Gobierno. El encarecimiento de la tasa de redescuento por parte del BCV tiene un doble efecto sobre el mercado monetario. En principio, hace más oneroso el crédito que otorga el BCV al sistema bancario y por lo tanto, los bancos apelan a sus reservas excedentes, con la consiguiente reducción de la expansión secundaria de la oferta de dinero. Además, los niveles de las tasas de redescuento afectan las expectativas sobre el propósito del BCV de mantener niveles altos de tasas de interés.

2. Pasivos no monetarios

a) La Agencia de Tesorería Nacional

Incrementó sus depósitos en el BCV en 1989 en un 449.5% y en 81.4% en 1990. Este hecho tiene un efecto contractivo sobre la base monetaria, en la medida en que estos depósitos fueron financiados con recursos del público y del sistema financiero.

(3) Constituido por: las inversiones en valores del Gobierno, títulos de conversión de deuda en inversión, los redescuentos, anticipos y reportos y otros. Los activos internos son instrumentos que tiene el BCV para la ejecución de la política monetaria.

(2) La liquidez monetaria se determina mediante la expresión:

$$LM = K_1 \times BM$$

donde LM = Liquidez monetaria; K_1 = Multiplicador monetario y BM = Base monetaria.

Matemáticamente el multiplicador monetario es $K_1 = \frac{1}{r+c - rxc}$

siendo r = coeficiente de reservas bancarias, que se determina al dividir las reservas totales de la banca entre sus depósitos totales; c = coeficiente de preferencia del público por el efectivo, igual al efectivo en poder del público entre la liquidez total.

El multiplicador monetario refleja el comportamiento de los agentes que participan en el proceso de expansión secundaria de la oferta monetaria (el público y las entidades bancarias), a través de los coeficientes que lo componen.

Cuadro 4

BASE MONETARIA
(Millones de bolívares)

Base Monetaria	1987	1988	1989	1990
Fuentes	60,971	73,870	98,560	179,696
Pasivo monetario	132,371	140,041	338,080	680,980
Reservas internacionales	93,049	77,567	237,452	372,886
Activos de reservas		94,695	324,036	587,897
Pasivos de reserva		17,128	86,584	215,011
Activos internos	31,363	54,515	89,238	296,704
Invers. en Valores del Gob.	7,088	11,011	37,807	233,409
Letras del tesoro				
Otros valores del Gob.		11,011	3,707	42,476
Prog. de Reduc. de deuda				115,393
Otros				75,540
Títulos de Conv. de D. en l.		725	15,872	34,767
Redescuentos, anticipos y reportos	6,473	22,476	10,522	3,570
Otros	17,802	20,303	25,037	24,958
Financiamiento de letras del tesoro	7,959	7,959	11,390	11,390
MENOS				
Pasivos no monetarios	46,791	-7,664	64,389	493,707
Agencia de tesorería nacional	19,536	5,913	32,492	58,933
Otras cuentas del gobierno	11,274	7,612	10,270	27,878
FIV	3,659	8,583	20,734	24,890
PDVSA	10,811	2,862	14,995	51,534
Mesa de dinero			12,833	
Instrum. de crédito emitido por BCV			17,834	119,120
Otras cuentas netas	816	-33,331	-48,921	200,025
Otros	96		5,380	11,327
Capital y reservas	24,609	73,835	180,511	54,075
USOS	60,971	73,870	98,560	179,696
Efectivo en poder del público	24,705	31,805	40,155	56,358
Depósitos espec. del gobierno	4,546	6,375	7,820	11,023
Reservas bancarias	31,720	36,410	50,585	112,315

Fuente: - BCV, Informes Económicos 1988 y 1989
- BCV, Boletín Trimestral, octubre-noviembre 1990.

b) Depósitos de PDVSA

Los recursos de PDVSA en el BCV crecieron sustancialmente en un 423.9% en 1989 y en 243.7% en 1990. El efecto que tendrían estos recursos sobre la base monetaria sería el mismo que el de la Agencia de Tesorería Nacional y Otras Cuentas del Gobierno; por ser estos pasivos no monetarios, reducen la base monetaria y, por tanto, la liquidez. Esta apreciación resulta de tener una visión limitada de la base monetaria. Es verdad que cualquier depósito en el BCV que no forme parte del sistema financiero constituye una merma para la base monetaria, disminuyendo la creación de dinero primario. Pero habría que tener en cuenta que los depósitos de PDVSA provienen de que entregó previamente sus dólares al BCV, por ser el órgano centralizador de los mismos. Así, las divisas se contabilizan en bolívares.

Por lo tanto, la cantidad adicional de recursos que entró a la base monetaria por el incremento de las reservas internacionales debido a la centralización de las divisas, se sustrae de la misma al tener PDVSA que depositarla, según Ley, en el BCV. El saldo en este movimiento es nulo, lo que implica que la base no se expande ni contrae (4).

c) Instrumentos de Créditos emitidos por el BCV

Esta partida experimentó subidas muy importantes, especialmente en 1990, donde alcanzó 119.200 millones de bolívares. Fue uno de los mecanismos usados de forma más activa por el BCV, para contraer los niveles de la base monetaria y, por consiguiente, de la liquidez. En este rubro están incluidos los bonos «cero cupón», emitidos por el BCV, que constituyeron uno de los principales instrumentos para disminuir las presiones sobre los niveles de la tasa de interés y del tipo de cambio. Su efecto sobre la liquidez opera, fundamentalmente, a través de la absor-

ción de recursos mediante la venta al público. En este sentido, afecta a la base monetaria y a la creación de dinero bancario, debido a que los bancos realizan compras de este instrumento.

d) Otras Cuentas Netas

La evolución de la partida de Otras Cuentas Netas pasó de ser una cuenta negativa dentro del pasivo no monetario, a ser 200.025 millones de bolívares, producto de la revalorización de los pasivos en moneda extranjera en el BCV y constituida, principalmente, por créditos diferidos.

B. El Multiplicador Monetario

El multiplicador monetario fue de 4,708 en 1989 y baja a 4,113 en 1990. Este hecho es consecuencia, fundamentalmente, de que los bancos mantuvieron en 1990, mayores niveles de reservas, que las requeridas y que en mayo de 1991 se incrementaron las tasas de encaje legal. En este período existió una disminución de la demanda crediticia, debido a los elevados niveles de las tasas de interés. La banca canalizó parte de sus recursos hacia inversiones en valores (especialmente en valores públicos).

El BCV adopta estas medidas, con el objeto de afectar al multiplicador monetario, a través de los requerimientos mínimos de reservas, debido a que no puede afectar directamente los niveles de preferencia de liquidez del público.

El cambio en los niveles de encaje legal es un mecanismo muy efectivo para el control de la liquidez monetaria, por tener doble efecto, al incidir sobre la base monetaria y sobre el multiplicador monetario. Por lo tanto, es una medida que se debe adoptar con discreción. Se deduce, que medidas como las anteriores, tenderán a sustituir el uso que se les está dando a los bonos «cero cupón», como medio para contraer la liquidez.

De acuerdo a lo anteriormente expuesto, se observa en el caso de la base monetaria, que ésta se expandió precisamente cuando se está aplicando una política monetaria contractiva. Esto se debe a que el comportamiento de la base monetaria está influenciado por variables exógenas a la

(4) Matías Riutort y Wilmer Pérez, "Notas sobre la Base Monetaria y la Eficiencia de la Política Monetaria", *Temas de Coyuntura* N° 8, IIES-UCAB, Caracas, 1985.

política monetaria, en las que el BCV no tiene ingerencia directa. Entre estas variables se encuentran: las reservas internacionales, el gasto fiscal, la conversión de deuda, la inversión extranjera, el gasto interno de PDVSA, etc. Debido a lo anterior, los resultados en la ejecución de la política monetaria restrictiva, no pudieron compensar suficientemente el crecimiento de la liquidez.

En Venezuela, existe una marcada vinculación entre la política monetaria y la fiscal. Esto se lleva hasta el punto de mencionar que la política monetaria depende de las decisiones en materia de política fiscal.

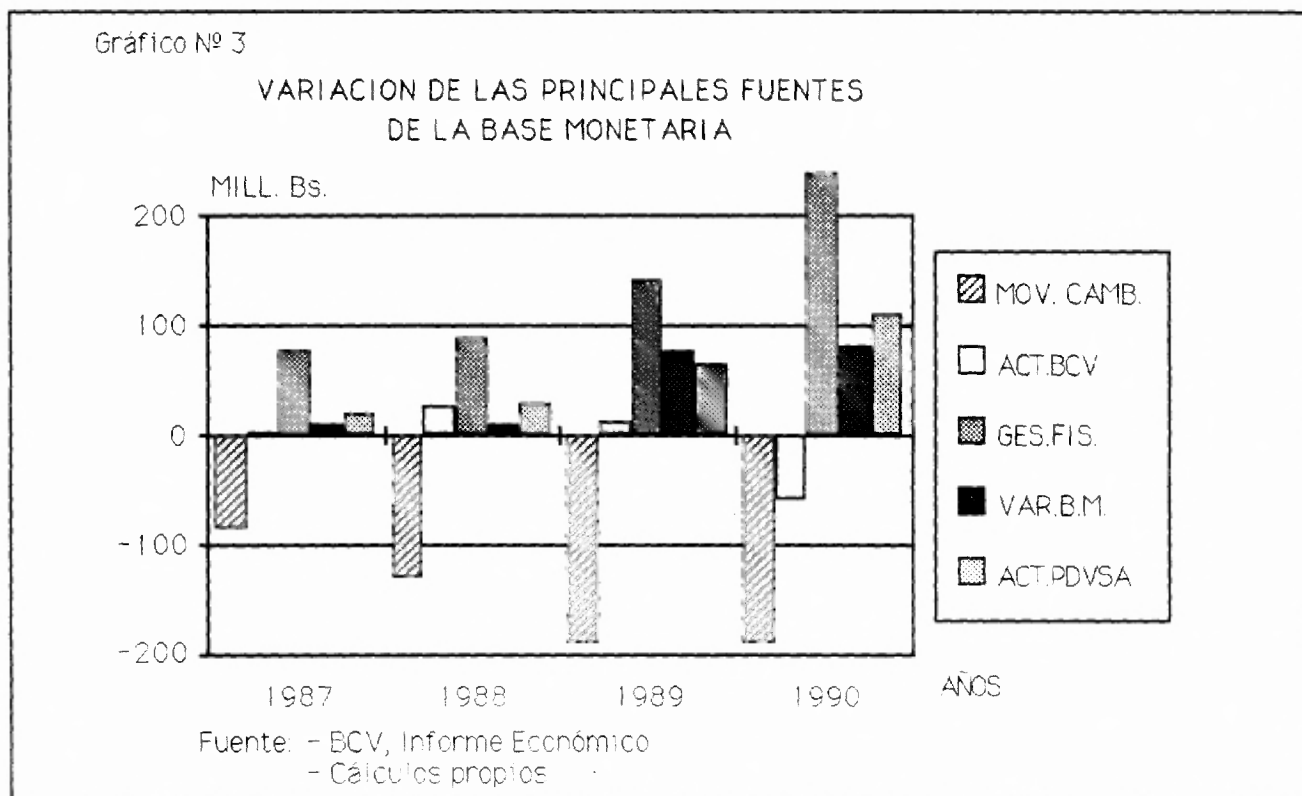
El alcance de la gestión fiscal sobre el nivel de la liquidez monetaria, depende del saldo neto de ingresos y gastos fiscales destinados al público

multiplicador monetario según sea el nivel de los depósitos públicos en los bancos. Este hecho incrementa a su vez el nivel de reservas bancarias, dando origen a la expansión secundaria.

El gráfico N° 3 muestra cómo la gestión fiscal contribuyó en gran medida a la expansión de la base monetaria. Esta influencia se acentúa en los dos últimos años.

Por la vía del multiplicador bancario, existe un impulso que se debe a la mayor colocación de depósitos del sector público en la banca comercial; este monto se incrementó en un 98% en 1990.

Lo explicado lleva a concluir que las autoridades monetarias actuaron con políticas compensadoras a los desajustes causados por la



y al sistema bancario nacional. En la medida que el gasto fiscal sea mayor, en relación a los recursos sustraídos de estos entes económicos, se dirá que la gestión fiscal incide positivamente sobre la creación primaria de dinero base. Y ello afecta el

política fiscal viéndose, en algunos casos, limitada a compensar esos efectos, con el consiguiente resultado negativo sobre algunas variables macroeconómicas, por ejemplo: la inflación.

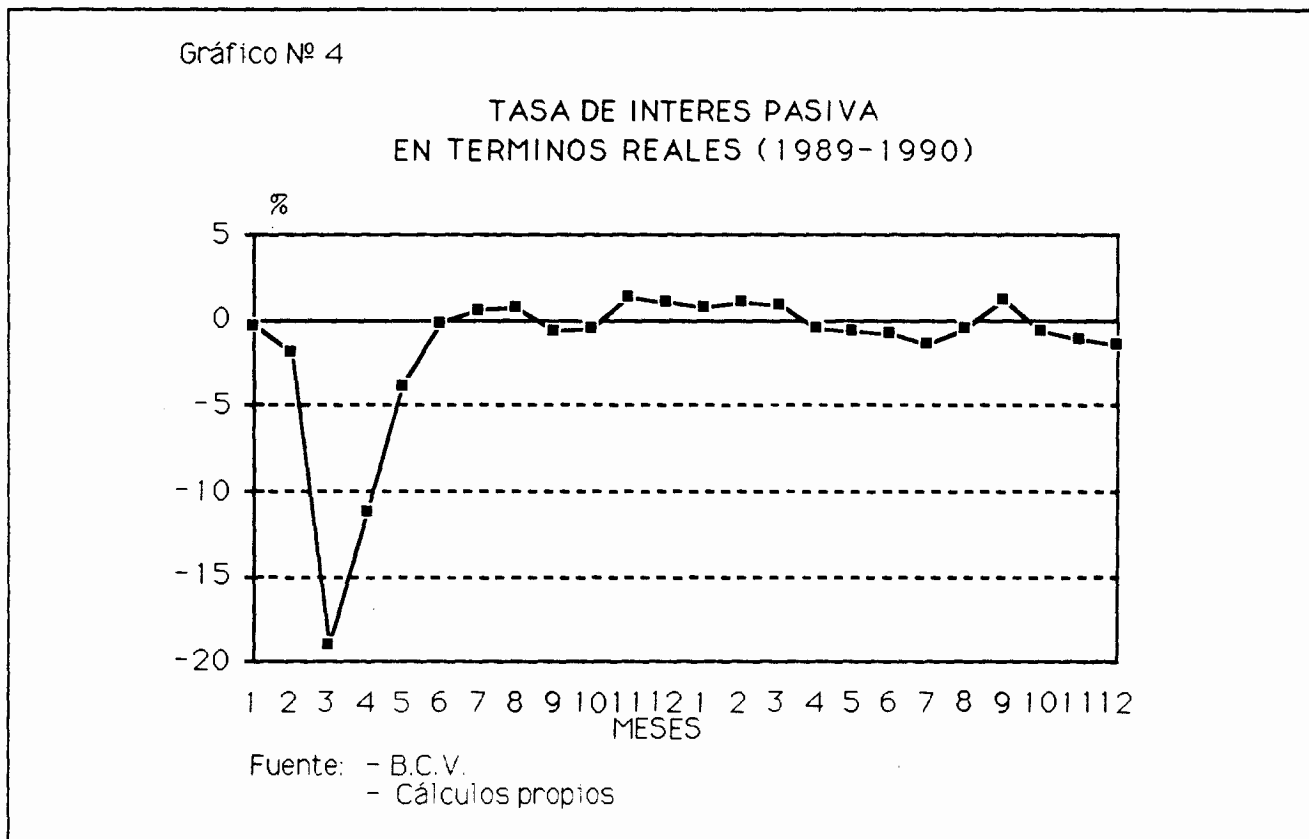
2. Las Tasas de Interés

Para principios de 1989 se realizó el ajuste de las tasas de interés a niveles reales positivos o cercanamente positivos y se aplicó la política de tener los niveles de tasas de interés bajo una «flexibilidad administrada», en los cuales el BCV mantiene las tasas en montos que tomaran en cuenta la inflación esperada. Ello con el objeto de sanear la intermediación financiera e incrementar la propensión al ahorro de los agentes económicos del país, evitando la salida de capitales y la canalización de recursos hacia el consumo y, por ende, controlando presiones sobre el nivel de precios y el tipo de cambio.

A principios de 1989, la tasa activa promedio nominal pasó de 12.63% en enero a 27.6% en marzo, para llegar a niveles del 40.3% en diciem-

año, las tasas de interés persistieron con la tendencia alcista, debido a las expectativas inflacionarias y de una devaluación del tipo de cambio (Bs./\$).

De lo descrito anteriormente y al observar el gráfico N° 4 sobre la evolución de las tasas de interés pasiva en los años 1989 y 1990, se desprende que las tasas han tenido un movimiento en torno a tasas reales positivas. Al inicio de la aplicación del plan macroeconómico de ajuste se planteó mantener las tasas de interés en niveles cercanamente positivos o positivos. El inconveniente se encuentra, en que los niveles de inflación son inestables y esto produce variaciones en los niveles de las tasas de interés nominales que crean incertidumbre en todas las transacciones financieras (pasivas y activas). Este hecho atenta



bre, logrando en el último trimestre del año registrar tasas reales positivas, hecho que no sucedía desde 1985. A pesar del exceso de reservas bancarias que se tenía en el segundo semestre del

contra las negociaciones crediticias de mediano y largo plazo, que son las más importantes para la parte real de la economía y además esta situación tiende a estimular las actividades de especulación financiera.

3. La Intermediación Financiera

Para 1989 y más aún, para 1990, la evolución de las captaciones del sistema financiero no se mostró correspondida por un incremento proporcional de las colocaciones. Esto creó una disminución en los índices de intermediación en todo el sistema financiero.

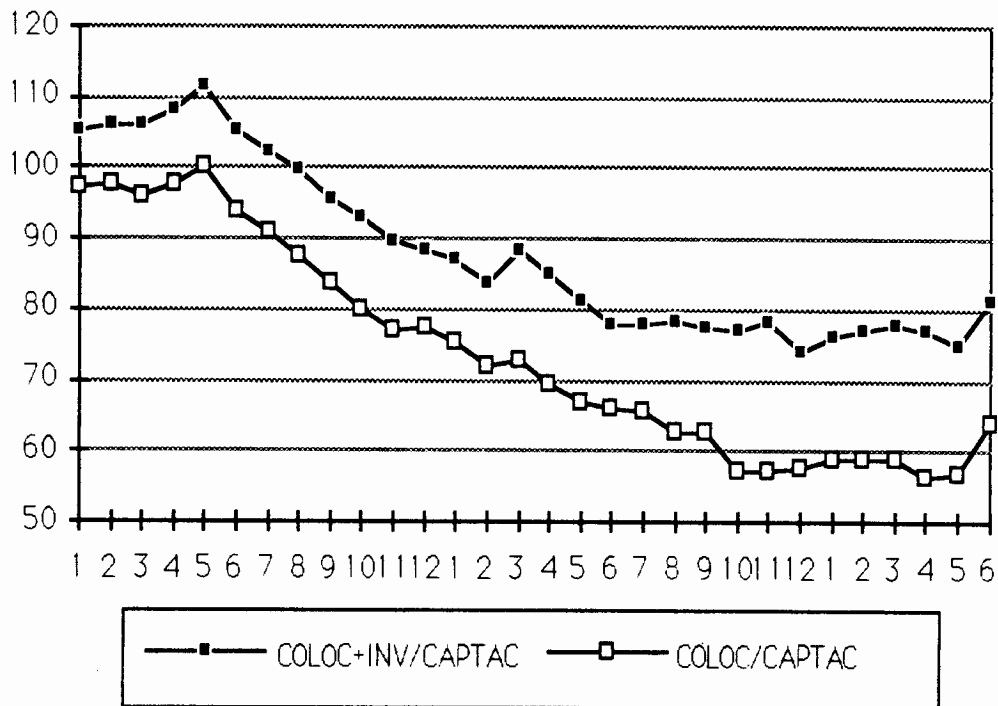
El gráfico Nº 5 muestra la evolución de dos índices de intermediación de la banca comercial. Uno considera la relación entre las colocaciones más las inversiones entre el total de captaciones, y el otro muestra sólo las colocaciones entre las captaciones.

de captaciones. Las inversiones (5) pasan de ser 7.9% del total en enero de 1989, para llegar a ser 21.5% en junio de 1991, lo que significa que la banca comercial está diversificando sus operaciones ante la baja experimentada en la demanda crediticia.

En 1989, el menor dinamismo mostrado por las colocaciones fue más fuerte en el mercado de largo plazo, especialmente en la banca hipotecaria, debido a la disminución que registró la construcción. La baja en las colocaciones originó una acumulación de los recursos excedentarios; éstos aumentaron de 7.203 millones de bolívares a

Gráfico Nº 5

INDICES DE INTERMEDIACION DE LA BANCA COMERCIAL



Fuente: - Boletines Semanales del BCV
- Cálculos propios

Ambos índices muestran una tendencia a la baja y un aumento de la brecha existente entre los dos. Esto es consecuencia de la mayor participación de las inversiones de la banca dentro del total

(5) En los dos últimos años, las inversiones de la banca comercial, están constituidas, en promedio, por: un 65.3% de valores públicos, un 15.2% en valores privados y en un 19.4% en inversiones en moneda extranjera.

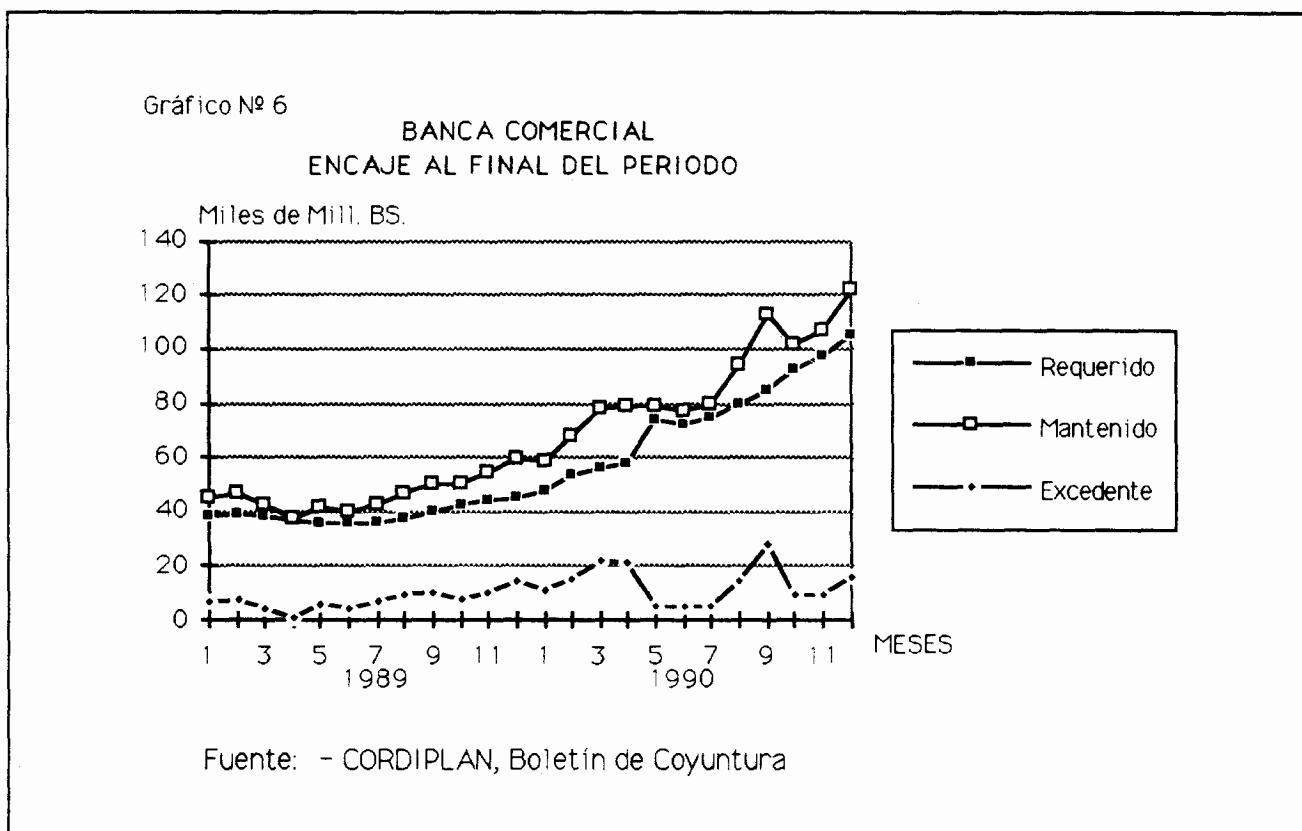
14.363 millones, lo que es una tasa de incremento del 99.4%; por lo tanto, la banca hizo poco uso de la asistencia financiera del BCV.

Las colocaciones del sistema financiero en 1990, acentuaron la falta de proporción con el nivel de captaciones, agravándose esta situación en las entidades de ahorro y préstamo.

El gráfico Nº 6 refleja la evolución de las captaciones, colocaciones y el excedente bancario. Se observa como en el período 1989 y 1990, la diferencia entre las colocaciones y las captaciones, varió a lo largo del período, debido a las fluctuaciones en los niveles de interés.

el BCV amplió el espectro de instrumentos para ejecutar sus políticas. Para ello, colocó en el mercado sus propios bonos.

En noviembre de 1989, el BCV inició la colocación de los bonos «cero cupón», que hasta agosto de 1990 se colocaban a través de operaciones de mercado abierto en la Bolsa de Valores, pero que al perfeccionarse el instrumento, se realiza mediante la subasta directa, otorgándole al mecanismo una mayor transparencia y flexibilidad, ya que permite conocer las condiciones del mercado monetario; de hecho, el rendimiento que resulta de las operaciones de bonos cero cupón, es



4. Principales Instrumentos Utilizados en la Ejecución de la Política Monetaria

Entre los principales instrumentos utilizados por el BCV para ejecutar su política monetaria en los años 1989 y 1990 están:

4.1. Operaciones de Mercado Abierto

Con la finalidad de incrementar la capacidad de controlar y regular el mercado monetario,

indicativo de la evolución de las tasas de interés (6).

El BCV tiene la capacidad de imponer los límites mínimos y/o máximos entre los cuales se encontrará el rendimiento de los bonos, por lo tanto, tratará de ajustar esos niveles a la conveniencia de la política monetaria.

(6) El rendimiento del inversionista proviene de la diferencia entre el precio de adquisición y el valor nominal del título, ya que fueron colocados a descuento.

Los bonos cero cupón deben considerarse como instrumentos de corto plazo o coyunturales. Al hacer uso de estos bonos el BCV, debe considerar el costo financiero en que incurre, además del efecto que tienen los vencimientos de los mismos sobre la liquidez monetaria. El monto alcanzado por los bonos negociados, al 30-04-91, es de 458.400 millones de bolívares; por este motivo se deben adoptar medidas complementarias para que el volumen de recursos liberados, al vencimiento de los bonos, no afecte la base monetaria con el consiguiente efecto dañino sobre la inflación. Entre las medidas complementarias para compensar los efectos podrían estar: los encajes selectivos, las letras del tesoro, etc.

4.2. Los Descuentos, Redescuentos, Anticipos

En 1989 la asistencia crediticia prestada por el BCV a la banca, experimenta una disminución, producto de la menor demanda de estas instituciones financieras hacia el BCV, hecho que se acentuó en el segundo semestre producto del mayor volumen de reservas excedentarias que poseía la banca comercial y, por otro lado, por el aumento de las tasas de redescuento que llegaron al 43% en las actividades no agrícolas, para finales de 1989.

Siendo consistente con la política monetaria restrictiva aplicada en 1990, el BCV estimuló poco el uso de los mecanismos de redescuento, anticipos y reportos; para este año bajó de manera significativa la utilización de estos instrumentos por parte del sistema financiero (cuadro N° 4).

4.3. Encajes Legales

Dentro del ámbito de la reforma del sistema financiero venezolano y con el fin de simplificar el esquema de ampliación del encaje legal, el directorio del BCV decidió, en enero de 1990, unificar la tasa de encaje aplicable a los depósitos a la vista, de ahorro y de plazo.

Además, con el propósito de complementar las medidas restrictivas de política monetaria, en mayo de 1990 resolvió aumentar el encaje legal de 12% al 15%, de esta forma se atenuarían las

presiones inflacionarias y sobre el mercado cambiario que surgieron a finales de ese año.

Habría que mencionar el efecto de los incrementos del encaje bancario sobre el costo del dinero (estos recursos no generan intereses), ya que las entidades financieras tienden a mantener su beneficio en la intermediación, por lo tanto, trasladan ese costo a las tasas activas o bajan las tasas pasivas, con el consiguiente efecto perjudicial sobre la actividad productiva de la economía y/o sobre el nivel del ahorro

4.4. Créditos Especiales y Tasas Preferenciales

El BCV, en el bienio 1989-1990, siguió propiciando un tratamiento preferencial para el otorgamiento de préstamos por parte de la banca comercial al sector agrícola y agroindustrial. En 1989 las tasas de interés máximas aplicadas a los créditos agrícolas, se fijaron en siete puntos por debajo de la tasa máxima activa; de igual forma, las tasas de redescuento aplicadas por el BCV al sector, siempre se ubicaron por debajo de las aplicadas al sector no agrícola (en 7 puntos).

Para abril de 1990, el BCV decidió establecer una tasa de interés máxima sobre las operaciones agrícolas del 85% de la tasa activa promedio ponderada, aplicada por los seis bancos comerciales del país con mayor volumen de depósitos (excluida la cartera agrícola). Similar tratamiento se le dio al nivel de la tasa de redescuento del sector agrícola, cuando en junio se decidió ubicarla en un 85% del monto que tuviera la tasa de redescuento no agrícola.

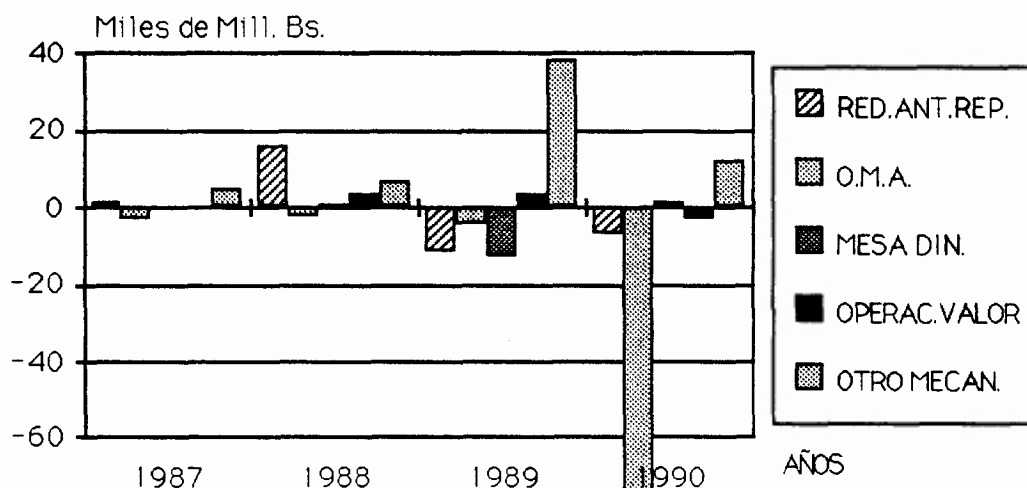
A los bancos hipotecarios se les dio una asistencia por medio de los anticipos y la recompra de cédulas hipotecarias.

La gráfica N° 7 muestra la influencia neta del BCV sobre la base monetaria. Se puede observar cómo en los instrumentos del BCV existe un cambio del rol que desempeñan éstos.

Antes de la aplicación del Plan Macroeconómico de Ajuste, la incidencia neta del BCV sobre la base monetaria era poca activa, después de la aplicación del plan, el BCV utilizó

Gráfico Nº 7

INCIDENCIA NETA DEL BCV
SOBRE LA BASE MONETARIA



Fuente: - BCV, Informes Económicos
- Boletín Trimestral

sus instrumentos de política monetaria como medio para incidir sobre los niveles de liquidez monetaria.

En cuanto al uso de los instrumentos, para 1989, adquiere un papel importante el rubro de otros mecanismos, el cual comprende las operaciones de conversión de deuda, la compra y venta de valores de cartera administrada por el BCV, la compra y venta de valores a bancos públicos, la compra de oro no monetario, etc.

En 1990, la actuación del BCV en el Mercado de Títulos-Valores, sufrió cambios importantes, motivado por el incremento de las operaciones de mercado abierto y por la venta de bonos emitidos por el BCV.

5. Conclusiones

De lo anteriormente expuesto se concluye que el nivel de liquidez monetaria trató de acomodarse a la coyuntura interna y externa, manteniendo niveles acordes con las necesidades de la economía.

De esta forma las acciones de política monetaria trataron de ser consistentes con el objetivo del Plan Macroeconómico de Ajuste: crecimiento sostenido sin inflación.

En cuanto a los agregados monetarios, éstos experimentaron en sus componentes una reestructuración, pasando a tener más preponderancia, los instrumentos más rentables. Un factor importante dentro de esta composición, es la innovación financiera, la cual convierte a los instrumentos financieros en más líquidos, reduciendo la disyuntiva que se le presenta al ahorrista, al escoger entre: liquidez vs rentabilidad. Además, se pudo observar cómo la base monetaria sigue fuertemente influenciada por: el nivel de las reservas internacionales, factor que depende del sector externo; por las inversiones en valores del Gobierno y por la conversión de deuda en inversión.

Por el lado de los pasivos no monetarios, ejercieron un papel activo los instrumentos de crédito emitidos por el BCV y el renglón de otras

cuentas netas (créditos diferidos), como medios contractivos de la base monetaria.

El multiplicador monetario se redujo, en 1990, debido al incremento de las reservas bancarias con respecto a los depósitos del público. Este hecho, disminuyó el impacto del multiplicador monetario, sobre la liquidez monetaria, la cual se expandió ese año, por efecto, principalmente, de la ampliación monetaria de la base.

La política monetaria se encontró fuertemente influenciada por el gasto fiscal, la inversión extranjera, el gasto interno de PDVSA, etc.; estas son partidas que escapan al control directo del BCV y que afectan a la base monetaria.

Por este motivo, entre otros, en los dos últimos años, la liquidez monetaria se expandió, cuando el BCV estaba adoptando medidas restrictivas sobre los niveles de liquidez. Ello ejerció presiones sobre los niveles de inflación.

Las tasas de interés pasivas, se mantuvieron en niveles reales positivos o cercanamente positivos, lo que contribuyó a que los ahorristas colocaran sus recursos en depósitos a plazo y de ahorro, para protegerlos de los niveles de inflación.

En el período en estudio, los niveles de intermediación financiera de la banca comercial se redujeron, debido a que a la banca le fue más difícil colocar los recursos que captaba, esto es creado en parte, por el costo del dinero. También se puede observar el incremento de las inversiones de la banca; este rubro cobró fuerza por el costo de oportunidad que representa para la banca mantener niveles importantes de reservas no requeridas por el BCV.

Entre los instrumentos utilizados por el BCV, fue usado con mayor fuerza las operaciones de mercado abierto, por medio de los bonos «cero cupón», instrumento que significó un costo importante para el BCV, debido a que se constituyó en un «subsidio» al sistema financiero y que fue utilizado para disminuir los niveles de liquidez monetaria, además de servir como indicador de los niveles de tasa de interés, que fijaría el sistema financiero.

La política monetaria aplicada en el año 1989 y 1990, se dirigió a disminuir las presiones existentes sobre el mercado cambiario y sobre el nivel de precios. La eficacia de esta política es de difícil cuantificación, porque sobre la economía actuaron factores como el gasto público y los programas de reducción de deuda, que atenuaron los resultados de las políticas ejecutadas.